



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

# 宏观蒋座

## 形势比人强，特朗普交易的过度预期与不足

蒋东义

2024/11/10

从业资格证号：F03103802

审核：肖兰兰

交易咨询证号：Z0018548

交易咨询证号：Z0013951

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格



# 当前预期差对特朗普反通胀政策估计不足

- 从近一个月市场表现来看，美股表现优异，美元显著上涨，美债利率大幅回升，黄金显著下跌，大宗商品震荡。市场对减税和再通胀的预期最强。
- 形势比人强，特朗普第二任期与第一任期经济形势完全不同，第一任期接手的是奥巴马留下的一手好牌，刚刚走出金融危机的美国，进入加息周期，通胀与利率都处于很低位置，经济形势上行，财政赤字仅有2.37%，而当前刚刚进入降息周期，经济下行，利率处于高位，通胀尚未回归历史均值，财政赤字率接近7%的高位，特朗普面对拜登留下的烂摊子，很难恣意妄为，政策难度很高，一不留神可能就进入滞涨的局面。压制通胀才是特朗普不得不做的政策，是其他经济政策的前提。
- 结合我们对特朗普政策组合可能的轻重缓急的分析，市场对特朗普反通胀政策的估计不足，存在显著预期差。特朗普反通胀政策当中对能源价格压力最大，其次是消减赤字率对经济放缓的压力，极端的情况下有可能导致经济衰退情况出现，届时美元、美债、美股将会出现趋势反转。大宗商品面临能源供应增加和海运障碍解除，需求端可能受到压缩财政支出的压力，

指标名称	2024-09	2024-10	本月	年初至今	同比
纳斯达克指数	2.68%	-0.52%	6.56%	28.45%	36.62%
中证500	23.80%	2.75%	6.08%	15.30%	11.60%
沪深300	20.97%	-3.16%	5.65%	19.81%	15.07%
美股标普500	2.02%	-0.99%	4.88%	25.45%	32.73%
上证50	17.99%	-4.44%	3.61%	17.28%	13.47%
美元指数	-0.96%	3.11%	2.49%	5.04%	2.02%
USD-CNH即期	-1.18%	1.64%	1.70%	1.66%	-0.06%
日元兑美元	-1.76%	5.85%	1.70%	9.64%	2.59%
生猪指数	-7.69%	-7.69%	1.54%	2.82%	-4.32%
中证农产品指数	3.71%	-0.18%	0.76%	-0.08%	-7.20%
10年国债	-0.37%	0.56%	0.72%	3.76%	4.41%
一线房地产指数	-1.12%	-1.43%	-0.27%	-11.88%	-14.22%
中证能源指数	-0.68%	-2.38%	-0.43%	-8.84%	-15.58%
中证化工指数	2.13%	-3.15%	-0.46%	-7.00%	-7.60%
美十债期货	1.15%	-3.47%	-0.91%	-2.90%	0.50%
螺纹钢指数	9.09%	-3.35%	-2.42%	-16.03%	-15.52%
恒生指数	17.48%	-3.86%	-2.43%	16.28%	11.16%
铁矿石指数	8.70%	-4.96%	-2.45%	-22.49%	-19.36%
布伦特原油	-6.55%	2.86%	-3.07%	-6.86%	-7.31%
中证金属指数	5.36%	-0.10%	-3.12%	3.76%	4.96%
LME铜	6.63%	-3.22%	-4.22%	6.80%	10.96%
Wind商品指数	5.14%	1.41%	-4.36%	6.84%	2.89%
COMEX金	4.75%	3.68%	-5.42%	25.72%	31.27%
VIX波动率	11.53%	38.43%	-36.49%	18.15%	2.72%

# 特朗普第一届总统回顾

特朗普在 2016 年美国大选中以 “让美国再次伟大” 和 “美国优先” 作为主要竞选口号，提出了包括大规模减税、重振制造业、打击非法移民、重新谈判贸易协定以及增加军费等诸多口号。

回顾特朗普第一任期，其在总体方向上兑现度颇高，但在具体政策细节上落实情况不佳。在总统权限范畴内的事务，如贸易、军事和外交领域，特朗普的兑现度都较高。而需要国会支持的领域以及更为复杂的经济议题，则相对成效不佳。例如，在经济、移民和社会保障等领域的兑现度较低。特朗普曾提出大规模减税、重振制造业等经济议题，但在具体实施过程中，减税政策能够部分兑现，但财政政策、货币政策、制造业回流等方面的兑现情况则相对糟糕。在移民问题上，打击非法移民一直是其核心政策之一，美墨边境修墙的政策引发了很大争议，但在实施过程中也面临着巨大的法律和后勤挑战。

**美股：** 特朗普任期第一年道指涨 31%，成功地推动了税改法案的通过，包括将企业税率从 35% 降至 21%，大力提振了美股。

**美元：** 特朗普 2017 年 1 月至 2021 年 1 月担任总统期间，贸易加权美元贬值了约 6%。被广泛关注和交易的美元指数下跌了近 12%。先是延长减税带来的经济繁荣先推动美元走强，但为了弥补财政缺口，加征关税和进一步提高财政赤字和债务上限又会削弱美元信用，导致美元走弱。

**CRB商品指数：** 特朗普任期第一年CRB指数涨幅为零，总任期期间，除去疫情突发时间，CRB涨幅为-4%。

**对外贸易：** 2018 年，特朗普对价值 500 亿美元的中国输美商品直接加征了 25% 的惩罚性关税，紧接着，他又将 2000 亿和 1200 亿美元的中国商品列为重点加税对象。

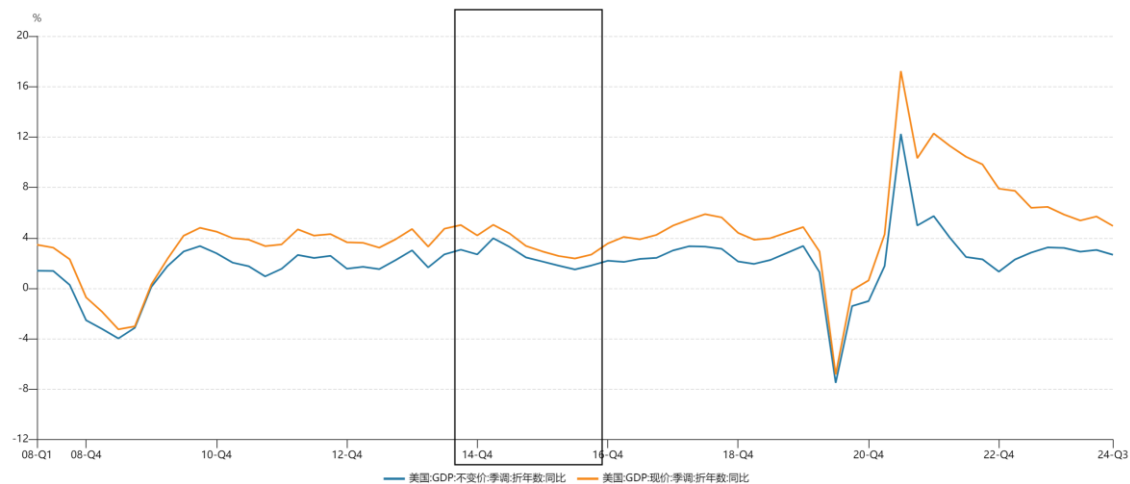
**国际关系：** 特朗普在第一任期，干的第一件事、退出的第一个群是 TPP。TPP 这个群由美国前总统奥巴马主导建立的，意图是孤立中国，但让美国贸易上对其盟友做出较大让步，不符合特朗普美国优先的原则。2017 年 6 月，上台不到半年的特朗普宣布退出第二个群《巴黎协定》。此举让美国遭到全世界各国广泛批评。

# 特朗普回归白宫面临的不同宏观环境

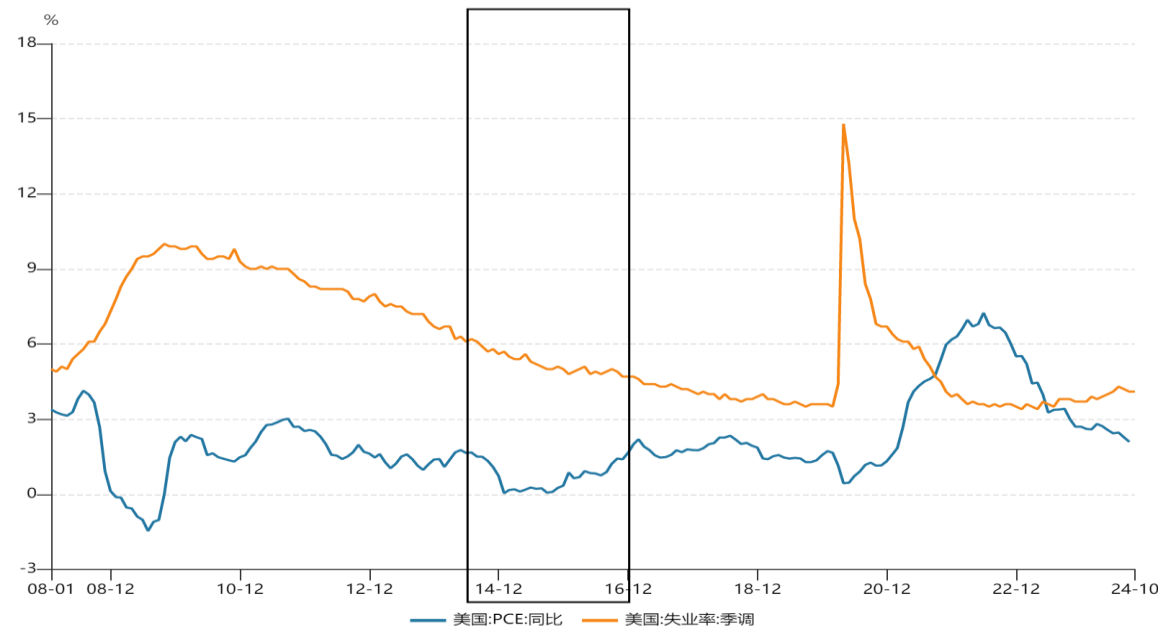
特朗普再度归来，从一个政治素人变成有极强号召力和执行力的强力总统（如果共和党拿下两院）。首届的执政历史有借鉴意义，但由于面临不同的宏观环境，不可刻舟求剑，简单照搬历史。

首先，经济周期不同，特朗普2016年面临的是经济增长小幅下滑，低通胀，失业率走低的环境，而现在的经济环境是名义GDP增速保持高位，高通胀刚刚开始回落，失业率低位回升的环境。当前通胀是其首要考虑的因素。

其次，财政金融周期不同。特朗普2016年面临的是刚刚开始摆脱零利率，进入加息周期，美国的财政赤字占GDP比例处于历史比较低2.3%的位置。从奥巴马接手了相当一手的好牌，已经从金融危机中缓过气来，财政金融空间比较大，可以恣意妄为。而当前从拜登手里结果了一个烂摊子，美国财政赤字率高达7%，联邦利率处于历史高位，刚刚开始了降息之路，外部俄乌战争与中东冲突正把美国拖入泥潭。政策空间受限，处处掣肘，需要较高的调控能力。

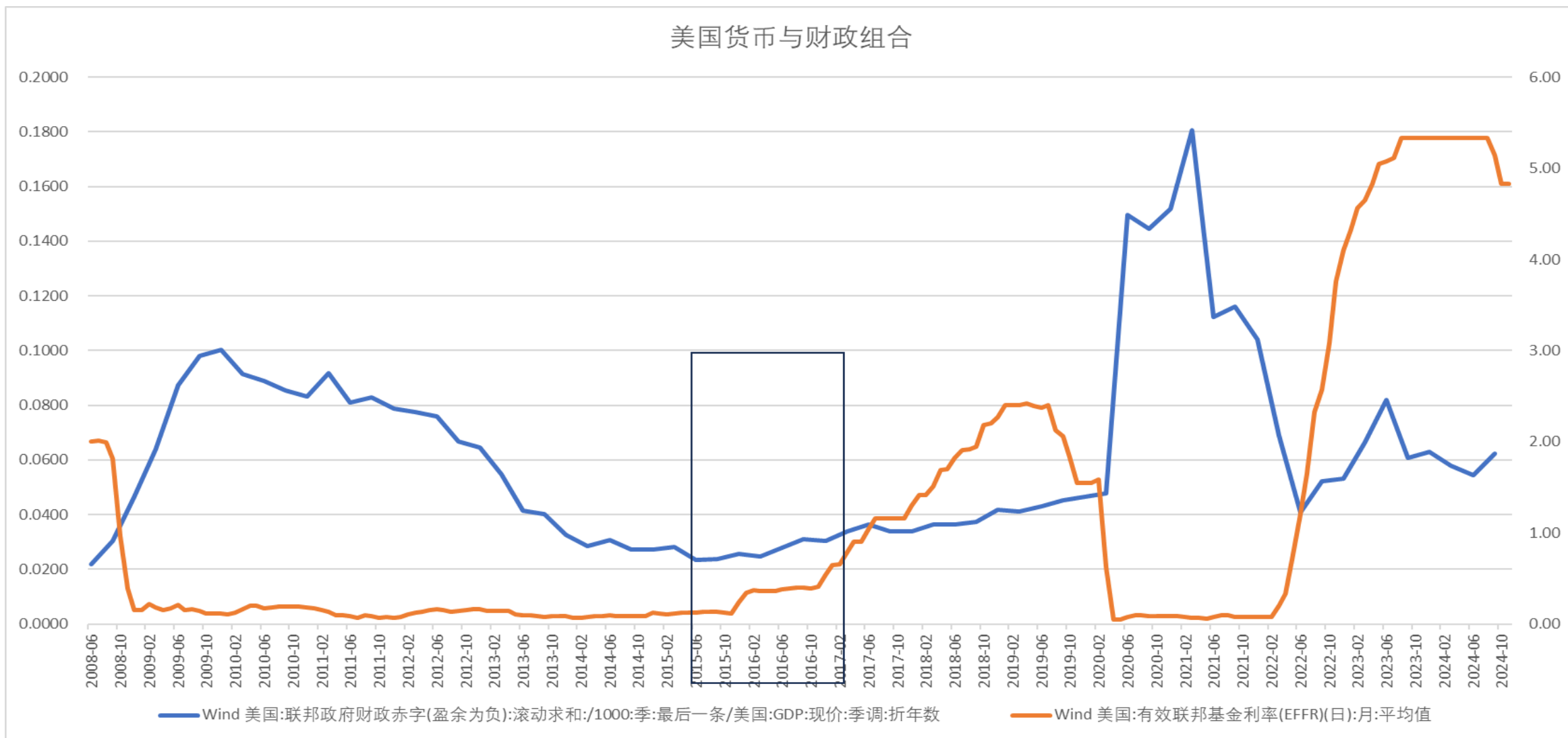


数据来源: Wind



数据来源: Wind

### 美国货币与财政组合



# 特朗普政策组合轻重缓急至关重要

特朗普上台后，其政策方向与拜登政府非常不同，加之复杂的宏观经济环境和政策空间自由度受限，其政策组合的轻重缓急至关重要。特朗普政策主要在四个方面，对内减税、严控移民、增加关税、减少财政赤字率，受限因素主要在于通胀和赤字。

我们预计严控移民和控制通胀排首位，其次是减税，而增加关税可能是排在比较靠后的环节。

严控移民政策比较优先，根据美国国土安全部的数据显示，拜登执政期间有超过 1000 万非法移民进入美国，马斯克诟病民主党大规模安排移民进入摇摆州，从而想根本性改变摇摆州的政治生态，变成民主党一党独大的状态。严控移民政策优先落地对于特朗普兑现承诺，清算拜登政治遗产最有帮助。其次严控移民政策有助于改善就业状态，延缓失业率正在上升的趋势，改善治安环境，减缓滞涨局面出现。在失业率处于上升区间，控制移民也有利于降低住房和消费需求，对控制通胀利大于弊。

## 特朗普主要竞选承诺

经济和产业政策	支持汽车业、药品业，促进传统制造业回流；大力发展能源和电力产业，终止支持电动汽车的相关政策；支持加密货币、人工智能等科技行业发展，使得美国金融和科技处于全球领先地位；
税收	小幅修改并永久性实施 2017 年的《减税与就业法案》，个人减税部分将于 2025 年年底到期；将公司税从 21% 进一步降至 15%；免征小税费、加班税、社保福利税、汽车贷款利息税；
能源	取消环境规制，促进油气生产，提供低价能源，压低通胀；向海外出售美国石油，补贴国内社保资金；
住房	减少监管并开放大片联邦土地用于大规模住房建设；
对外贸易	重塑美国商品全球竞争力，全面实行 10% - 20% 关税；对中国加征超过 60% 的关税，对从墨西哥进口的中国汽车加征上至 1000% 的关税，对墨西哥征收 25% 的关税；
国际关系	退出北约或降低参与度，削减战争援助；通过协调谈判，结束巴以冲突和俄乌冲突；
移民	实行美国历史上最大规模的驱逐；终止出生公民权；进行意识形态审查，驱逐亲巴勒斯坦学生抗议者；
医疗	继续反对奥巴马医改，促进竞争提供更多的健康保险和处方药选择。

# 控制再通胀将是特朗普的政策核心

控制通胀是特朗普政策的核心，具有同样的优先性，拜登政府控制通胀不利是特朗普胜选的主要原因之一，也是当前美国主要的经济问题，是阻碍大幅降息的核心因素。对内减税、对外加征关税都是推动再通胀的政策，必须等待再通胀风险消除后才方便实施落地。

特朗普控制通胀手段目前有能源政策和降低赤字率。能源政策可能会最快落地，取消环境规制，促进油气生产，提供低价能源，压低通胀，历史数据上也表明油价与通胀预期关系密切；扩大住房供给，减少移民需求也有助于控制通胀。

另一方面，降低赤字率是核心政策。降低赤字率是多方面的，降低对外战争支出效果立竿见影，俄乌战争、中东冲突也是全球通胀的核心影响因素之一。特朗普的和平之心本质源自节省支出的动机。当前舆论普遍认为特朗普上台会提高赤字，但是特朗普在任期间赤字占 GDP 的平均值为 4%，远低于拜登政府时期的 7%。共和党小政府是其一贯的政策取向。建议关注特朗普的财长人选。最热门的人选斯科特·贝森特是典型想要降低赤字率的鹰派人士，甚至提出想将赤字率降低到 3%-4% 的水平。竞选最大的功臣马斯克也非常可能帮助特朗普精简联邦官僚机构发挥关键作用。降低赤字率的任务可能是特朗普第二任期与第一任期最大的区别。



# 美国通胀预期与油价





# 另一角度：清算拜登政治遗产

特朗普与拜登政治空前对立，政治陷害、搜家、甚至出现了在选举中暗杀现象，特朗普上台后难免进行清算。按照美国的政治体系，总统的意志需要立法来实现，分析拜登通过的主要法案，特别是涉及重大经济利益的法案，往往是特朗普打击的重点。减少新能源、半导体的税收补贴和投资支持，减少俄乌战争和中东战争支出是主要方向。

● 《基础设施法案》：通过时间：2021年6月（达成在未来八年内投资1.2万亿美元的协议）

内容：该法案旨在改善美国的基础设施，包括道路、桥梁、公共交通、宽带网络等。虽然具体的立法过程经历了多次让步和胶着谈判，但最终达成了在未来八年内投资1.2万亿美元的协议。

点评：

具有不确定性，这些法案需要政府加大支出来支持，特朗普接手拜登的是一个高赤字的财政，特朗普本着能省则省的动机，有修正的可能，但如果对经济增长和就业产生的严重的负面冲击，也不一定会下狠手。

● 《通胀削减法案》：通过时间：2022年8月

内容：该法案旨在通过投资清洁能源项目、扩大医疗保险覆盖范围、降低处方药价格等措施来应对通货膨胀问题。法案包括了对清洁能源产业的重大投资，以及对企业和高收入个人税收的调整。

点评：

这项法案实质并未如名称那样消减通胀，当中拜登掺杂了较多对新能源支持的私货，而特朗普是典型反对新能源一家独大，反对压制传统能源。这个法案会是特朗普修正的重点。

- 《芯片与科学法案》：

通过时间：2022年8月9日

内容：该法案旨在帮助美国重获在半导体制造领域的领先地位，通过为美国半导体生产和研发提供巨额补贴，推动芯片制造产业落地美国。法案还涉及科研资助计划，提供约2000亿美元的科研经费支持，重点支持人工智能、机器人技术、量子计算等前沿科技。

点评：

上一轮当总统时，特朗普与科技行业有较多矛盾，支持力度肯定不如民主党拜登，而科技行业特别是半导体行业，其产业链深入涉及欧洲、日本、韩国、台湾等盟友国家，特朗普以美国优先，唯我独大的特征，很可能破坏半导体行业的一致性封锁，当美国要求其他国家承担发展这些行业的高额成本，特别是当行业开始下行时，一起封锁中国的半导体联盟有可能会被消弱。

- 《2023财年综合拨款法案》：

通过时间：2022年12月29日

内容：该法案总额1.7万亿美元，确保了联邦政府有足够资金运转到2024年9月底。法案中包括了对国防项目的支出、对乌克兰的军事、经济和人道主义援助资金等内容，国防项目就支出8580亿美元，乌克兰专项支持450亿美元。

点评：

俄乌战争已经变成了消耗战，并且延申到了巴以冲突，美国从最初收益方已经变成了支持方。战争的消耗对特朗普来说意义不大，是特朗普最想砍掉的。不是特朗普有多么仁慈，而是战争太花钱，特朗普思维底层具有典型的商人特点，不会为了价值理念打仗。要么欧洲或其他国家一起来承担战争费用，要么进行和谈。欧洲已经陷入滞涨泥潭，无力支持。结束俄乌战争，短期来看几乎对除乌克兰以外所有大国都有利。

# 关税立法-极致民粹主义的梦

特朗普团队可能在国会获得通过的是《互惠贸易法案》，在这一法案下，美国将关税设定为其他国家对美国征收的关税水平，以促使对方降低关税。共和党正准备通过一项大规模的税收法案，法案包括即将到期的4.6万亿美元减税计划及特朗普在竞选活动中提出的其他几项税收建议，包括取消“小费税”和取消社会保障税等。作为法案的一部分，国会共和党人试图立法征收关税，对进口商品征收关税来增加收入，并将节省下来的资金用于减税和激励国内生产。

政策动机是用关税来抵补对内的减税，以维持美国政府收入。好处是美国政府收入和美国居民和企业都受益，全世界好处可以被美国人独享，这是极致民粹主义的想法。对美国短期而言，关税立法政策将导致顽固性的通胀。长期而言，美元地位、美国全球领导者的政治地位都将失去。美国贸易逆差是美元世界货币的必然现象。而美国铸币税的基础就是美元全球化。美国财政基础是美元铸币税，现在的美国不是二战前孤立主义的美国，二战与英国的衰落导致美国和美元的全球化，如果美国主动放弃当前的美元体系，失去的空间必然有其他国家来弥补，这可能对中国是个千载难逢的机会。



# 特朗普交易对中国的影响

特朗普依然会对中国开展新的制裁，但是中国其实对美国制裁已经不抱幻想。但对中国影响短空长多。

- 其一特朗普关税威胁，加大了我国财政货币刺激的力度。化解债务，解决通缩，扩大内需是中国未来不得不加码政策方向。用三年时间，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，12 万亿的化债组合拳将明显缓解地方财政压力，赤字率有望不受 3% 的约束。化债虽然不是新增需求刺激，但对于提升货币流动性，解决债务通缩具有非常重要的作用。后续的总需求刺激也一定会加码。
- 其二，特朗普根深蒂固的商人思维，意味着有钱赚就可以谈，农产品、能源、飞机等等作为利益交换，中国花钱办事的空间反而比拜登政府大。2020 年 1 月已经达成中美第一阶段经贸协议，但后来突发疫情和特朗普被落选而不了了之。后续经贸谈判可能会很快重启。
- 第三，特朗普美国优先的民粹主义政策，可能破坏拜登主导的反华联盟。长期来看，中国与美国的经济冷战已经难以改变，关键是美国是不是能拉着欧洲、日韩、东南亚盟国一起制裁中国。俄乌战争是中欧关系修复的最大障碍，和平的环境最有利于中国发展。无论是半导体还是新能源产业，只有反华联盟出现裂缝，才有机会得到更好的生存空间。特朗普第一届任期时，上台就退出了旨在抑制中国的跨太平洋伙伴关系协议 TPP，主要原因就是为了抑制中国，美国给盟友很大的利益，承担了太多的成本。半导体反华联盟有可能成为另一个特朗普想退出的群。对中国而言，特朗普最大的利好可能来自于其民粹主义为中国带来更大的全球扩张空间。

# 免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。





紫金天风期货

立足产业 研究驱动

# 宏观蒋座

谢谢!

